

经济已经过热了么？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

相关报告

1.全球防疫曙光已现——欧美经济
重启或早于预期

投资要点

今年以来，中美两国资本市场以大宗商品的涨幅最为可观，股市收益相对适中，而债市表现不佳。大类资产表现反映出的其实是经济过热时期的景象，但是，中美两国的经济真的已经过热了么？

■ **复苏态势不改，增长动能减弱。**首先，资金是经济运行的血液，我国社融存量增速已连续三个月下滑，预示着本轮复苏中经济增长动能的高点可能已经过去。其次，从实体经济的角度来看，地产是拉动经济增长的重要引擎，而今年政策上对于地产行业的约束力度较强，地产投资前景蒙尘，地产引擎的动力恐也不及去年。最后，通过2月的PMI数据也能够印证经济扩张的步伐放慢。我们预计，今年的经济增长将从去年的“快变量”拉动转向“慢变量”主导，复苏的斜率将趋于平缓。但增长动能的趋弱并不意味着经济复苏进程的停止，更不意味着经济陷入了“滞”的境地，企业大规模投产直至出现产能过剩的阶段都未经历，指向经济仍处于复苏时期。就物价水平而言，年内通胀确实存在结构性上行的压力，而全面普涨的概率不大。虽然可能显露出局部过热的迹象，但我国经济整体仍处在复苏后期，持续时间或也相对较长。

■ **服务低位徘徊，恢复需要时间。**和我国经济结构不同，服务业是美国经济的重要支柱，而这一次新冠肺炎疫情，恰恰是对于服务业的冲击更大。2021年1月美国个人消费支出中，服务消费的增速还在-7%，恢复进度明显偏慢。服务业就业的情况也不理想。美国服务业的各个子行业中，金融和地产相关行业恢复较快，而娱乐、食品住宿和交运行业恢复相对不佳，2020年仅恢复到2019年的不到八成水平，这三者占美国服务消费的比重超过五分之一。当前的高频数据显示出，美国服务业经营状况迎来了一定程度的改善，但整体上仍在低位徘徊。服务业恢复上限的打开，归根结底还是要依赖于疫情对经济限制的解除。但是，服务业的完全恢复可能需要一个过程，并不是一蹴而就的事情。首先，疫苗覆盖直至达到群体免疫的效果需要时间；其次，居民消费意愿在疫情期间有比较明显的下降，在疫情真正得到控制后，消费意愿能够以多快的速度回升，事实上还有待观察；最后，服务消费恢复偏慢的部分，通常都存在着时间占用的问题，短期恢复情况具有潜在上限。整体来看，当前美国经济正在复苏前期。即便疫苗推进达到了群体免疫的效果，应该也不会很快滑向过热。

■ **政策短期稳定，不会过快调整。**近期十年期美债收益率波动加大，指向市场对于美国经济的快速恢复抱有很大期待，进而也引发了对于美联储货币政策收紧的担忧。但从美国经济表现来看，当前正处在复苏前期，美联储对于经济的呵护意愿依然较强，我们预计，短期货币政策仍会保持宽松取向。而我国货币政策的转向可能也会偏晚。首先，美联储维持宽松取向，我们没有必要过快收紧货币（加息），否则将会引发人民币汇率上行，出口行业将面临汇率上升叠加成本上涨的双重压力；其次，即便LPR基准利率不做调整，贷款加权平均利率也会随着经济复苏从目前的历史低位逐渐上移，起到抑制杠杆率过快增加的目的；最后，我国经济仍处在复苏后期，且预计持续时间相对较长，也需要稳定的货币政策相配合。

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

VISIT...

LANZAROTE
Caliente.COM

内容目录

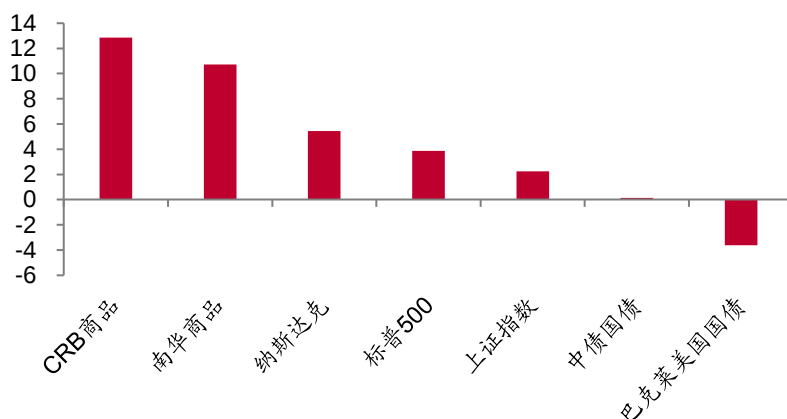
1. 复苏态势不改，增长动能减弱	- 4 -
2. 服务低位徘徊，恢复需要时间	- 7 -
3. 政策短期稳定，不会过快调整	- 12 -

图表目录

图表 1: 今年以来各类资产的涨幅 (%)	- 4 -
图表 2: 我国社会融资规模存量同比增速 (%)	- 4 -
图表 3: 房贷利率与地产销售面积增速 (%)	- 5 -
图表 4: 百城土地成交与新开工面积增速 (%)	- 5 -
图表 5: 我国制造业 PMI 指数 (%)	- 5 -
图表 6: 经济恢复由快到慢 (%)	- 6 -
图表 7: 工业企业产能利用率 (%)	- 6 -
图表 8: 我国 CPI 和 PPI 同比增速 (%)	- 7 -
图表 9: 螺纹钢和煤炭价格 (元/吨)	- 7 -
图表 10: 美国个人消费支出 (十亿美元)	- 7 -
图表 11: 2019 年美国各部分增加值占 GDP 的比重	- 8 -
图表 12: 美国个人消费支出各部分同比增速 (%)	- 8 -
图表 13: 美国生产和服务业岗位的失业率 (%)	- 9 -
图表 14: 美国服务消费各部分比重及增速	- 9 -
图表 15: 美国餐饮堂食的恢复情况 (%)	- 10 -
图表 16: 美国公共交通的客流情况	- 10 -
图表 17: 美国新冠肺炎新增确诊和死亡人数 (例)	- 10 -
图表 18: 美国新冠疫苗注射情况	- 11 -
图表 19: 美国个人储蓄占可支配收入比重与消费信贷增速 (%)	- 11 -
图表 20: 美国核心 CPI 和 PCE 同比增速 (%)	- 12 -
图表 21: 十年期美债收益率变动因素分解 (百分点)	- 12 -
图表 22: 1 年期 LPR 和贷款加权平均利率 (%)	- 13 -

今年以来，中美两国资本市场以大宗商品的涨幅最为可观，CRB 商品指数和南华商品指数的涨幅均在 10% 以上；股市收益相对适中，纳斯达克、标普 500 和上证指数也均实现了个位数的收益率；而债市表现不佳，中债国债和美国国债指数收益垫底。大类资产表现反映出的其实是经济过热时期的景象，但是，中美两国的经济真的已经过热了么？本报告对此进行展开分析。

图表 1：今年以来各类资产的涨幅 (%)



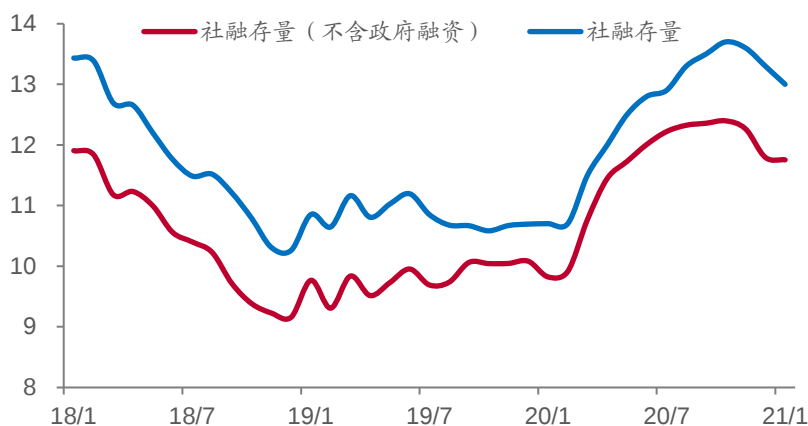
来源：Wind，中泰证券研究所，数据截止 3 月 1 日。

1. 复苏态势不改，增长动能减弱

我们先来看中国的情况。

社融拐点显现，增长动能减弱。首先，资金是经济运行的血液，因而融资增速是领先经济增长速度的重要指标。自 2020 年 11 月以来，我国社融存量增速就开始下行，目前已连续三个月下滑，社融增速拐点显现预示着本轮复苏中经济增长动能的高点可能已经过去。

图表 2：我国社会融资规模存量同比增速 (%)

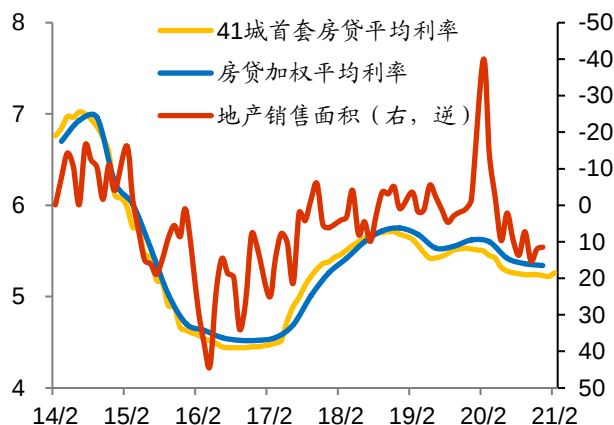


来源：Wind，中泰证券研究所

地产前景蒙尘，引擎动力不足。其次，从实体经济的角度来看，地产是拉动经济增长的重要引擎，去年我国经济的迅速恢复中，房地产就做出了很

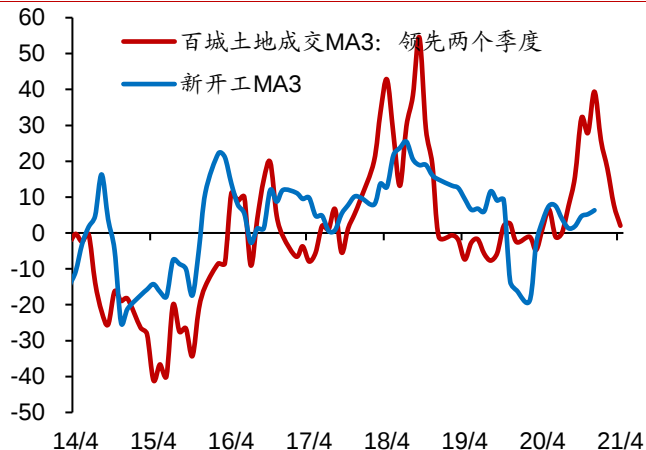
大的贡献。而今年政策上对于地产行业的约束力度较强，一方面，央行和银保监会对银行业的房地产贷款进行集中度管理，限制个人住房贷款占比上限，房贷利率也随之上行，这将使得地产销售承压。另一方面，房地产企业外部融资也面临限制，叠加销售趋弱可能带来的回款不畅，企业拿地意愿明显不强，而这也逐渐传导到开工端，使得地产投资前景蒙尘，地产引擎的动力恐也不及去年。

图表3：房贷利率与地产销售面积增速(%)



来源：WIND，中泰证券研究所

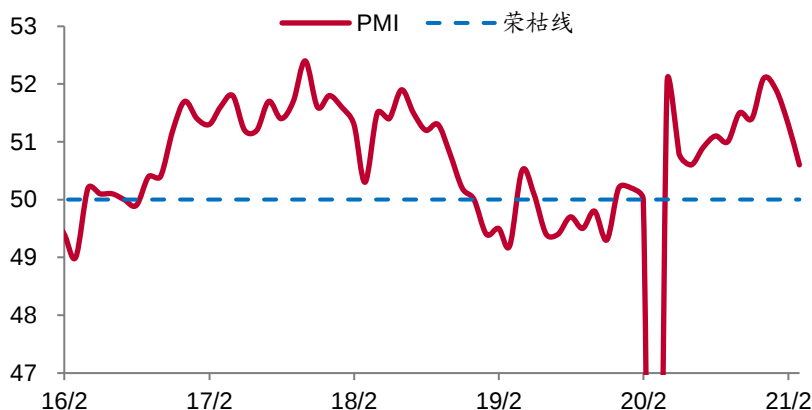
图表4：百城土地成交与新开工面积增速(%)



来源：WIND，中泰证券研究所

PMI 小幅回落，印证经济变化。最后，通过 2 月的 PMI 数据也能够印证经济恢复动能的变化。2 月制造业 PMI 录得 50.6%，仍处于荣枯线上，指向经济依然延续复苏态势，但是前两月均值 51%，相比于 2020 年 12 月有所下滑，意味着经济扩张的步伐放慢。值得注意的是，前两月新出口订单指数均值回落至荣枯线下，而这是否意味着实际出口增速的显著走低还有待进一步观察。

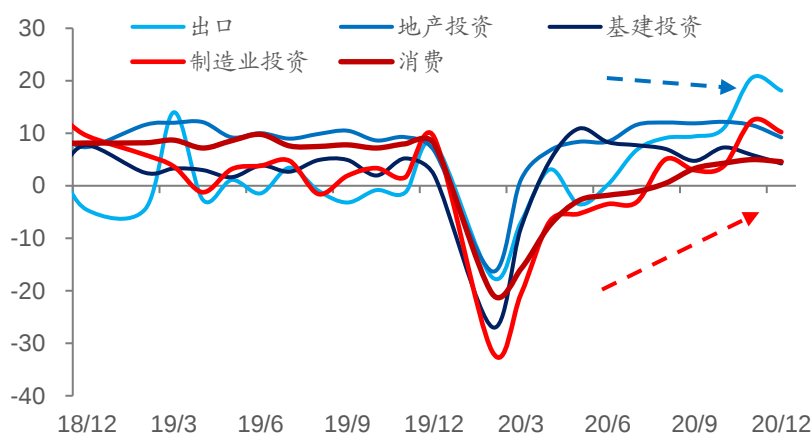
图表5：我国制造业 PMI 指数(%)



来源：Wind，中泰证券研究所

恢复由快到慢，复苏斜率趋平。我们预计，今年的经济增长将从去年的“快变量”拉动转向“慢变量”主导。地产投资、出口和基建投资对于经济的作用稳中趋缓，而制造业投资和消费这两块在去年恢复偏慢的部分或将成为年内经济复苏的亮点，复苏的斜率将趋于平缓。

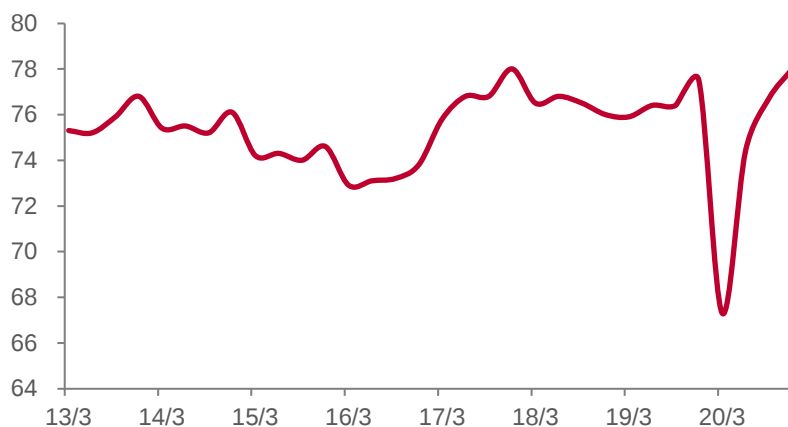
图表 6：经济恢复由快到慢（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

但增长动能的趋弱并不意味着经济复苏进程的停止，更并不意味着经济陷入了“滞”的境地。2020 年 4 季度工业企业产能利用率高达 78%，创下 2018 年以来的新高，并且制造业投资还没有恢复到疫情前的水平，企业大规模投产直至出现产能过剩的阶段都未经历，指向经济仍处于复苏时期。

图表 7：工业企业产能利用率（%）

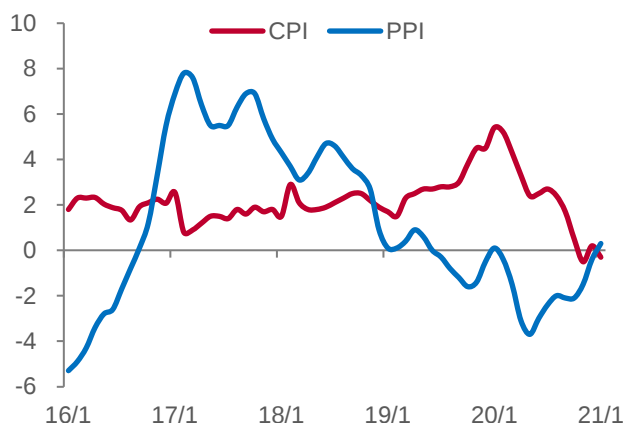


来源：Wind，中泰证券研究所

通胀结构分化，普涨概率不大。就物价水平而言，年内通胀确实存在着上行的风险。但一方面，通胀压力主要来自于 PPI 所代表的工业品价格部分，CPI 增速大幅走高的可能性不大；另一方面，PPI 也并非全面上涨，主要还是受到海外输入因素的影响，国内的钢铁和煤炭价格近期有见顶回落迹象，地产投资前景欠佳可能使得这些工业品价格有所调整。

总结来看，我国经济增长预计仍将延续复苏态势，并没有停滞，但是扩张的动能有所减弱、斜率趋于平缓，这意味着也不会很快地步入过热阶段。物价存在结构性上行的压力，而全面普涨的概率不大。虽然可能显露出一些局部过热的迹象，但经济整体仍处于复苏后期，持续时间或也相对较长。

图表 8: 我国 CPI 和 PPI 同比增速 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 9: 螺纹钢和煤炭价格 (元/吨)



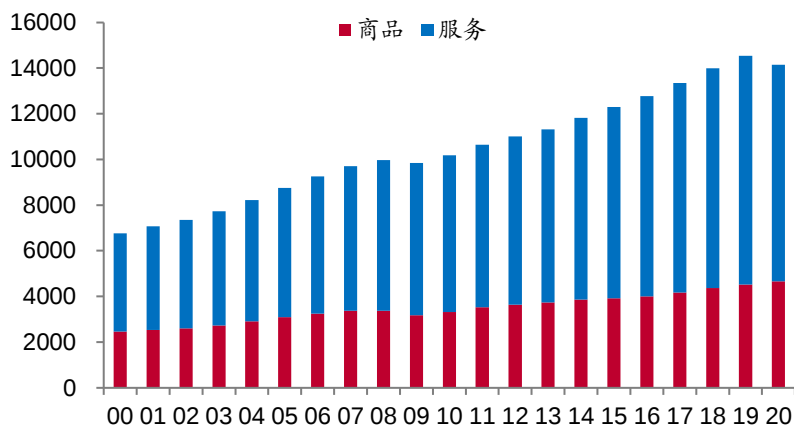
来源: WIND, 中泰证券研究所

2. 服务低位徘徊，恢复需要时间

我们接下来看美国的情况。

服务业是美国经济的支柱。和我国经济结构不同，服务业是美国经济的重要支柱。一方面，从支出法的角度来看，2019 年个人消费支出部分占美国 GDP 的比重高达 68%，而个人消费支出的 70%都是服务消费。

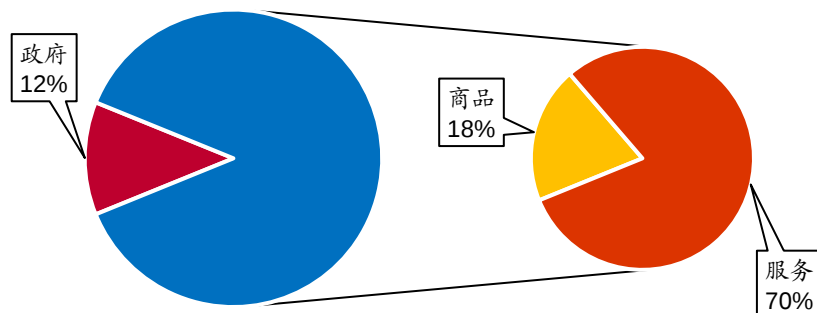
图表 10: 美国个人消费支出 (十亿美元)



来源: Wind, 中泰证券研究所

另一方面，从生产法的角度来看，服务业也是美国产业的重中之重。2019 年美国 GDP 中，接近 90%都是由私人部门所创造，而 70%的 GDP 来自于服务部门，约是商品生产部门的 4 倍。因此，美国经济的恢复情况，很大程度上是由服务业的情况所决定的。

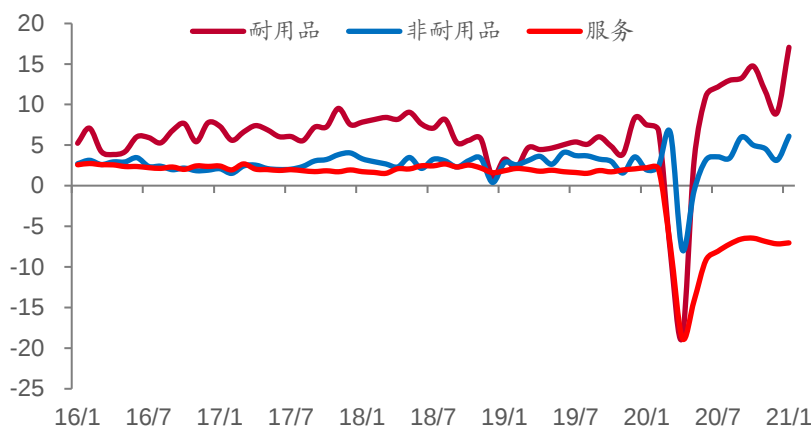
图表 11: 2019 年美国各部分增加值占 GDP 的比重



来源: Wind, 中泰证券研究所

疫情冲击更深, 恢复明显偏慢。这一次的新冠肺炎疫情, 恰恰是对于服务业的冲击更大。2021 年 1 月美国个人消费支出中, 商品消费早已经恢复到了疫情之前的水平, 甚至耐用品消费同比增速显著走高, 但服务消费的增速还在-7%, 恢复进度明显偏慢。

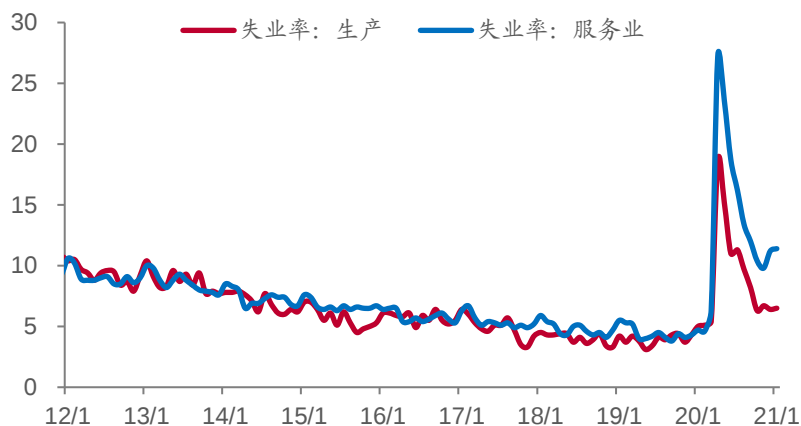
图表 12: 美国个人消费支出各部分同比增速 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

就业也不理想, 失业水平仍高。而从就业上来看, 服务业的情况也并不理想。2021 年 1 月美国从事生产岗位的人员失业率在 6.5%左右, 较 2020 年 3 月仅高出 1.1 个百分点, 而美国从事服务岗位的人员失业率仍高达 11.4%, 较 2020 年 3 月高出超过 5 个百分点。

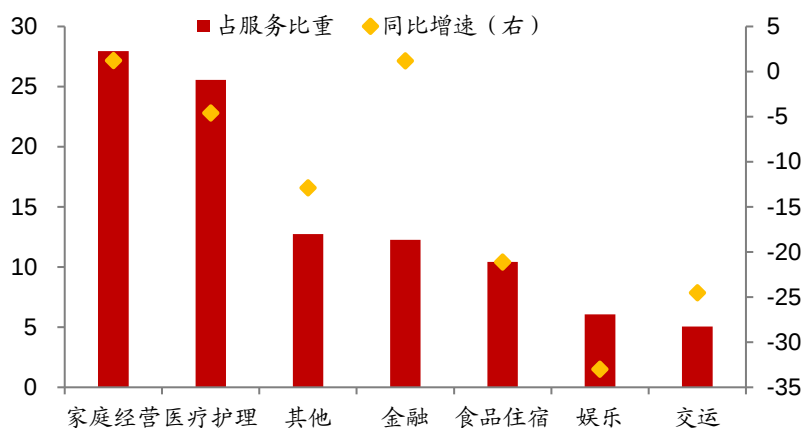
图表 13：美国生产和服务业岗位的失业率（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

金融地产领衔，交运娱乐垫底。从美国服务业的各个子行业来看，金融和地产相关行业恢复较快，2020 年基本已经恢复到了疫情之前的水平，而娱乐、食品住宿和交运行业恢复情况不佳，2020 年仅恢复到 2019 年的不到八成水平，这三者占美国服务消费的比重超过五分之一。

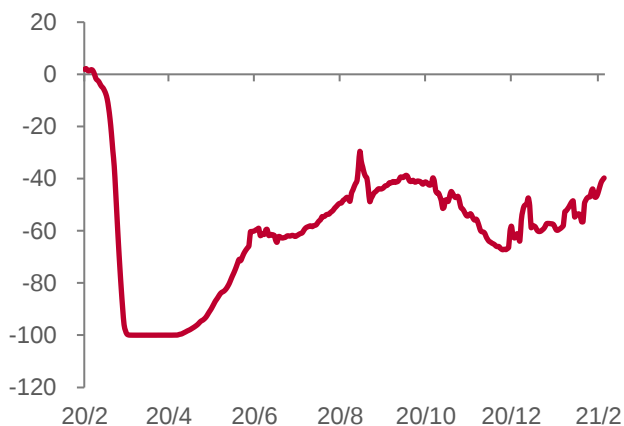
图表 14：美国服务消费各部分比重及增速



来源：Wind，中泰证券研究所，占比为 19 年数据，增速为 20 年。

服务略有好转，整体低位徘徊。当前的高频数据显示出，美国服务业经营状况迎来了一定程度的改善，但整体上仍在低位徘徊。比如从餐饮行业来看，美国的堂食客流仍较同期下滑了接近四成，从交运情况来看，美国公共交通的客流也仅恢复到 2020 年初一半的水平。

图表 15: 美国餐饮堂食的恢复情况 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 16: 美国公共交通的客流情况



来源: WIND, 中泰证券研究所

疫情逐步缓解，提升恢复上限。服务业恢复上限的打开，归根结底还是要依赖于疫情对经济限制的解除。美国 7 日移动平均的新增新冠肺炎确诊病例每天已不足七万例，约是这轮疫情高峰的四分之一，新增的死亡病例数量每天也降至 2000 例左右，疫情的缓解意味着服务业的恢复进程有望加快。

图表 17: 美国新冠肺炎新增确诊和死亡人数 (例)

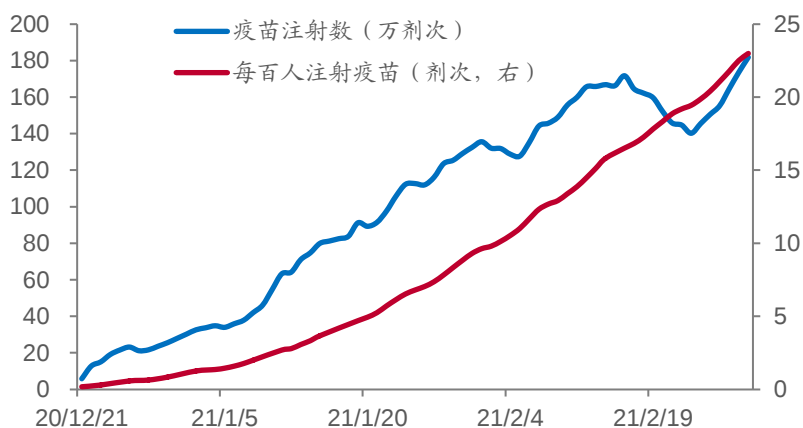


来源: CEIC, 中泰证券研究所

但是，服务业的完全恢复可能需要一个过程，并不是一蹴而就的事情。

首先，**疫苗覆盖直至达到群体免疫的效果需要时间。**2 月底美国每百人注射疫苗超过 20 剂次，每天的疫苗注射超过 180 万剂次（7 日移动平均），拜登政府承诺五月前生产足够美国成人接种的新冠疫苗，根据中泰金工研究团队的预测，美国大概率在 6 月前能够达到群体免疫，这意味着服务业恢复在下半年或将加速。

图表 18: 美国新冠疫苗注射情况

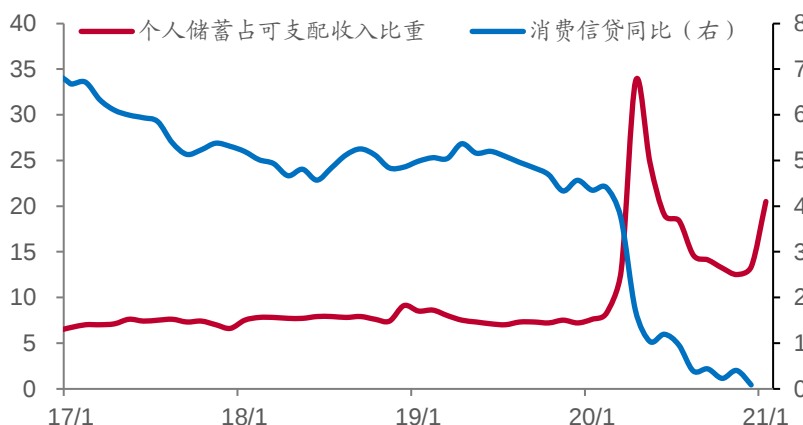


来源: CEIC, 中泰证券研究所

其次, 居民消费意愿在疫情期间有比较明显的下降, 这固然和很多消费场景未能实现有关, 但也反映出人们预防性储蓄需求的上升, 减少债务负担成为多数人的选择。而在疫情真正得到控制后, 消费意愿能够以多快的速度回升, 事实上还有待观察。一方面, 居民的商品消费需求可能已经趋于饱和, 疫情好转后或将面临消费结构的转换, 而并非总量的快速增长; 另一方面, 在美国疫情相对缓和的时期, 比如交运恢复较快的去年二季度末三季度初, 个人储蓄占可支配收入比重仍然超过了 12%, 远高于疫情前的个位数水平。

最后, 服务消费恢复偏慢的部分, 通常都存在着时间占用的问题, 比如堂食和出行, 同一时间我们只能选择一种。所以这部分消费恢复不仅需要收入的改善, 而且还要人们有充裕的闲暇时间。在时间约束现实存在的情况下, 这部分消费恢复短期具有潜在上限。

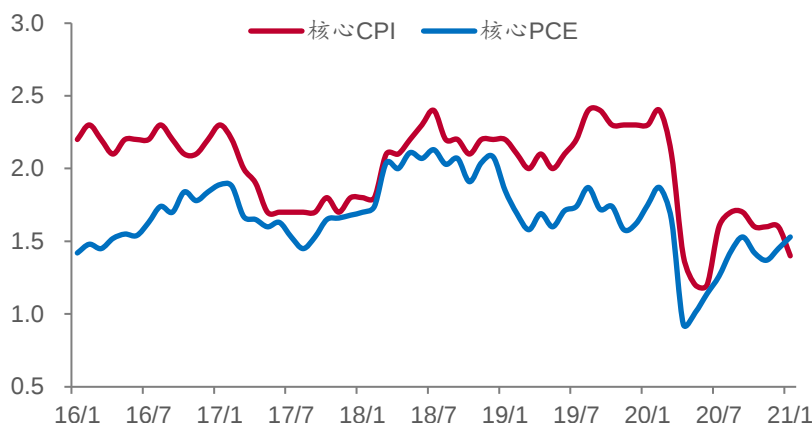
图表 19: 美国个人储蓄占可支配收入比重与消费信贷增速 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

总结来看, 目前美国经济中占比最大的服务业部分依然低位徘徊, 拖累整体经济增长, CPI 和 PCE 的同比增速处于温和区间, 指向当前美国经济正在复苏前期。即便疫苗推进达到了群体免疫的效果 (需要一定时间), 服务业的恢复进度会有所加快, 但完全恢复也需要过程, 可能并不是一蹴而就的事情, 经济应该不会很快滑向过热。

图表 20：美国核心 CPI 和 PCE 同比增速 (%)

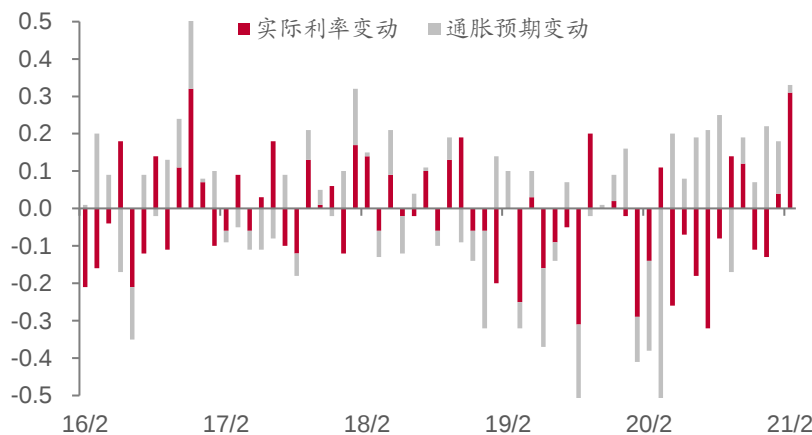


来源：Wind，中泰证券研究所

3. 政策短期稳定，不会过快调整

美联储保持政策宽松。近期十年期美债收益率波动加大，今年以来实际利率的变动和反映通胀预期的部分双双上行，指向市场对于美国经济的快速恢复抱有很大期待，进而也引发了对于美联储货币政策收紧的担忧。但从美国经济表现来看，当前正处在复苏前期，快速滑向过热的可能性不高，美联储对于经济的呵护意愿依然较强，我们预计，短期货币政策仍会保持宽松取向。

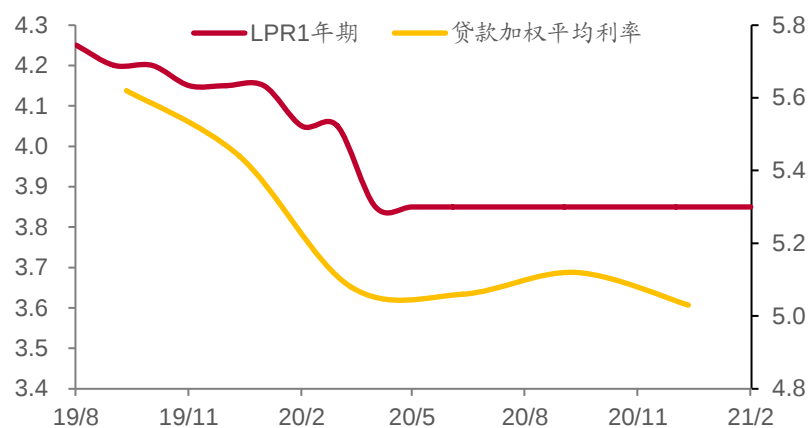
图表 21：十年期美债收益率变动因素分解 (百分点)



来源：Wind，中泰证券研究所

而我国货币政策的转向可能也会偏晚。首先，美联储维持宽松取向，我们没有必要过快收紧货币（加息），否则将会引发人民币汇率上行，出口行业将面临汇率上升叠加成本上涨的双重压力；其次，即便 LPR 基准利率不做调整，贷款加权平均利率也会随着经济复苏从目前的历史低位逐渐上移，起到抑制杠杆率过快增加的目的；最后，我国经济仍处在复苏后期，且预计持续时间相对较长，也需要稳定的货币政策相配合。

图表 22: 1 年期 LPR 和贷款加权平均利率 (%)



来源: Wind, 中泰证券研究所

风险提示: 政策变动, 经济恢复不及预期。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。